

De Amerikaanse *fraud-on-the-market*-theorie

Mr. drs. A.C.W. Pijls^{1, 2}

1. Inleiding

De bekendste en belangrijkste doctrine voor civielrechtelijke aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht is zonder meer de *fraud-on-the-market*-theorie. De theorie ligt op het raakvlak van het materiële recht en het procesrecht en maakt het mogelijk om zogenoemde ‘reliance’, het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing van de belegger, op indirecte wijze aan te tonen. De *fraud-on-the-market*-theorie en het bijbehorende vermoeden zijn voor de civielrechtelijke handhaving van het Amerikaanse federale effectenrecht van essentieel belang en wel om twee redenen. Ten eerste voorziet de theorie erin dat de bewijslast van de belegger die op de publieke effectenmarkt een transactie heeft verricht op een moment dat de koers van de desbetreffende effecten door misleidende informatie was beïnvloed, aanzienlijk wordt verlicht. Ten tweede kan dankzij het *fraud-on-the-market*-vermoeden de handhaving van de misleidingsnormen van het federale effectenrecht plaatsvinden via zogenoemde ‘securities fraud class actions’. Zonder dit vermoeden zou namelijk iedere eisende belegger afzonderlijk *reliance* moeten aantonen en dat zou als consequentie hebben dat niet langer is voldaan aan de belangrijkste voorwaarde voor *class certification* dat ‘the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members’.³ In de studie die ik de afgelopen jaren heb gedaan naar het Amerikaanse recht en in lezingen die ik de afgelopen tijd heb gegeven, is het mij opgevallen dat in Nederland nogal eens misverstanden bestaan over de precieze betekenis en uitwerking van de *fraud-on-the-market*-theorie.⁴ Dat is voor mij de aanleiding om in het kader van deze bundel een uitgebreide beschouwing aan deze theorie te wijden. Als ‘disclaimer’ vooraf merk ik hierbij alvast op dat deze bijdrage louter gaat over het Amerikaanse recht en dat deze bijdrage *geen* rechtsvergelijkende beschouwingen bevat waarin de mogelijke relevantie van de theorie wordt geanalyseerd voor het Nederlandse recht.

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. In § 2 trap ik af met een korte algemene beschouwing over civielrechtelijke aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht op grond van SEC Rule 10b-5. In § 3 bespreek ik daarna uitgebreid de *fraud-on-the-market*-theorie, waarbij achtereenvolgens aan bod komen het *fraud-on-the-market*-vermoeden ‘as such’ (§ 3.2), de zogenoemde ‘rebuttals’ waarmee het vermoeden kan worden weerlegd (§ 3.3) en de al of

¹ Arnoud Pijls is universitair docent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan Erasmus School of Law. Op 7 december 2018 is hij aan de Erasmus Universiteit Rotterdam gepromoveerd op het proefschrift ‘Misleidende beursberichten. Kwesties van causaal verband en schade’. Deze bijdrage is grotendeels gebaseerd op hoofdstuk 6 van zijn proefschrift.

² Met dank aan Mathijs Giltjes, Matthijs de Jongh en Emmanuel Lokin voor hun waardevolle commentaar op een conceptversie van dit artikel.

³ Rule 23(b)(3) van de Federal Rules of Civil Procedure.

⁴ Zie over de *fraud-on-the-market*-theorie in de Nederlandse literatuur echter kraakhelder en zeer consciëntieus het prachtige proefschrift van De Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 165-168 en p. 279-281.

niet toepasselijkheid van het vermoeden bij misleiding op de primaire markt (§ 3.4). Tot besluit maak ik in § 4 een paar concluderende opmerkingen.

Ik maak nog twee opmerkingen vooraf over definitiekwesties. In de eerste plaats ga ik in deze bijdrage in beginsel uit van het scenario waarin de vennootschap⁵ een misleidende *positieve* voorstelling van zaken geeft en laat ik het scenario van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken in beginsel buiten beschouwing. De door de misleiding benadeelde beleggers die in deze bijdrage centraal staan, zijn dus in beginsel de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding effecten (tegen een kunstmatig *hoge* koers) *kopen* en in beginsel dus *niet* de beleggers die effecten (tegen een kunstmatig *lage* koers) *verkopen* als sprake is van *negatieve* misleidende informatie. Bij het bespreken van de *rebuttals* waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd, ben ik echter genoodzaakt van dit uitgangspunt af te wijken, omdat de zaak *Basic v. Levinson*, de zaak waarin de Supreme Court de *fraud-on-the-market*-theorie ten principale heeft aanvaard en waarin hij de bijbehorende *rebuttals* heeft geïntroduceerd, betrekking had op het scenario van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken.⁶ De eisende beleggers in deze zaak waren dus de beleggers die in het tijdvak van de misleiding hun effecten (beweerdelijk tegen een kunstmatige *lage* koers) hadden *verkocht*. In de tweede plaats ga ik in deze bijdrage ervan uit dat de litigieuze effecten die in het tijdvak van de misleiding worden gekocht, aandelen zijn (en dus niet obligaties en/of andersoortige effecten).

2. Aansprakelijkheid voor misleidende informatie op grond van SEC Rule 10b-5

De belangrijkste bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid onder de Securities Exchange Act 1934 is SEC Rule 10b-5 (die ik hierna zal aanduiden als ‘SEC-regel 10b-5’).⁷ Kort gezegd verbiedt deze regel het geven van een misleidende voorstelling van zaken (sub b) of het (anderszins) frauduleus en/of manipulatief handelen (sub a jo. sub c) in verband met de aan- of verkoop van effecten.⁸ SEC-regel 10b-5 is in 1942 door de SEC uitgevaardigd op basis van Section 10(b) Securities Exchange Act. Hoewel de regel geen expliciete grondslag biedt voor civielrechtelijke aansprakelijkheid, heeft zij zich in de rechtspraak wel ontwikkeld tot een zogenoemde ‘implied remedy’.⁹ Reeds in 1946 oordeelde een lagere rechter dat civielrechtelijke aansprakelijkheid op deze grond kan worden aangenomen.¹⁰ Het duurde echter tot 1971 voordat de *implied remedy* expliciet door de Supreme Court werd erkend.¹¹ SEC-regel 10b-5 heeft een veel bredere reikwijdte dan de bepalingen over civielrechtelijke

⁵ Als ik in dit artikel refereer aan een ‘vennootschap’, bedoel ik daarmee specifiek een *beursvennootschap*. In de Europese context versta ik daaronder een vennootschap waarvan aandelen (of certificaten van aandelen) of obligaties zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit.

⁶ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁷ Zie over SEC Rule 10b-5 uitgebreid T.L. Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulations*, Volume 3, Thomson West (voortdurend geüpdatet), § 12.3; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1836-1889. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, t.a.p., p. 94-101 en G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 33-38.

⁸ Zie voor de letterlijke tekst de volgende link: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

⁹ Zie over deze ontwikkeling Hazen, 3 *Law Securities Regulation* § 12.3[3].

¹⁰ *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946).

¹¹ *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1971).

aansprakelijkheid die zijn opgenomen in de Securities Act 1933 (laatstgenoemde bepalingen hebben kort gezegd betrekking op – wat wij in Nederland noemen – het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid). Zo is SEC-regel 10b-5 niet alleen van toepassing in geval van misleiding bij het publiekelijk aanbieden en/of verkopen van effecten (waarbij natuurlijk in de eerste plaats valt te denken aan het publiceren van een misleidend *registration statement* of een misleidend prospectus), maar is zij ook van toepassing bij misleiding buiten het geval waarin effecten aan het publiek worden aangeboden en/of verkocht. SEC-regel 10b-5 biedt met andere woorden bescherming tegen misleiding van het beleggende publiek, ongeacht de wijze waarop de misleiding plaatsvindt en ongeacht de context waarin de misleiding plaatsvindt. Ofschoon het beschermingsbereik van de regel door verschillende uitspraken van de Supreme Court in de loop der jaren is ingeperkt, kan zij nog steeds worden beschouwd als het krachtigste wapen tegen fraude en/of misleiding op de effectenmarkt.¹²

Bij de jurisprudentiële vormgeving van de civielrechtelijke aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 is mede gekeken naar de traditionele eisen van *common law fraud*.¹³ Om aansprakelijkheid te kunnen aannemen, moet dus mede aan die vereisten zijn voldaan. Bij misleiding op de publieke effectenmarkt ('fraud-on-the-market') luiden die vereisten – op grond van vaste rechtspraak van de Supreme Court – als volgt:¹⁴

- (1) A material misrepresentation or omission by the defendant;
- (2) scienter;
- (3) a connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security;
- (4) reliance upon the misrepresentation or omission;
- (5) economic loss; and
- (6) loss causation.

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 moet dus onder meer zijn voldaan aan het vereiste van *reliance*.¹⁵ *Reliance* heeft betrekking op het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing van de belegger. Dit vereiste houdt in – althans, in zijn oorspronkelijke/traditionele gedaante en zoals het is ontwikkeld in het kader van zogenoemde 'face-to-face'-zaken¹⁶ – dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze

¹² Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3[3].

¹³ Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2].

¹⁴ Zie onder meer de volgende uitspraken van de Supreme Court: *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-342 (2005); *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 157 (2008); *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 37-38 (2011); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 809-810 (2011); *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. 135, 140 & n. 3 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 460-461 (2013); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 267 (2014).

¹⁵ Zie over *reliance* in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, t.a.p., p. 99-100; E. Vandendriessche, 'Fraud-on-the-market: een causaliteitstheorie inzake beleggersverliezen', *Tijdschrift voor Privaatrecht* 2011, nr. 13-22; O.A. Haazen, '20 Jaar Private Securities Litigation Reform Act – private rechtshandhaving in het Amerikaans financieel recht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2017, afl. 3, p. 84-85.

¹⁶ Met de aanduiding 'face-to-face-zaken' doel ik op beleggingsgeschillen die voortvloeien uit effectentransacties in besloten verhoudingen (dergelijke transacties worden ook wel aangeduid als 'face-to-face-transacties'). Vaak

aandeel op de misleidende informatie moet hebben vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed: bij afwezigheid van de misleidende informatie zou de belegger hebben beslist het aandeel *tegen een lagere prijs* te kopen, of hij zou hebben beslist het aandeel *in het geheel niet* te kopen. Het is deze *reliance*-eis die in het vervolg van deze bijdrage centraal staat. De andere vereisten laat ik voor wat ze zijn.

3. *Reliance* bij misleiding op de publieke effectenmarkt: de *fraud-on-the-market*-theorie

3.1 Inleiding

De bewijslast dat aan de *reliance*-eis is voldaan, rust in beginsel op de eisende belegger. Algemeen wordt echter onderkend dat het hier om een nogal zware bewijslast gaat.¹⁷ Dit om twee redenen. In de eerste plaats zal de belegger vaak niet kunnen aantonen dat hij daadwerkelijk op de misleidende informatie is afgegaan (of bij een omissie: op de litigieuze informatie *zou zijn* afgegaan). Voor zover de belegger dat wel kan aantonen, zal in de tweede plaats vaak niet meer te achterhalen zijn wat de belegger bij juiste en volledige informatie zou hebben beslist.¹⁸ Vanwege deze zware bewijslast is in de Amerikaanse rechtspraak een theorie ontwikkeld waarmee in geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten *reliance* op indirecte wijze kan worden aangetoond: de *fraud-on-the-market*-theorie.

3.2. *Het fraud-on-the-market-vermoeden*

De *fraud-on-the-market*-theorie is in 1988 door de Supreme Court aanvaard in de zaak *Basic v. Levinson*.¹⁹ Kort gezegd houdt de theorie in dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, ten gunste van de belegger die op dat moment aandelen heeft gekocht in beginsel een weerlegbaar vermoeden van *reliance* wordt aangenomen. De toepassingsvoorwaarden voor de theorie luiden als volgt: (i) de gedaagde²⁰ heeft *publiekelijk* een onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken gegeven; (ii) deze onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken was *material*; (iii) de litigieuze aandelen

zal het hier gaan om een contractuele relatie. Dergelijke geschillen moeten worden onderscheiden van beleggingsgeschillen die voortvloeien uit transacties op de (veelal geanonimiseerde) publieke effectenmarkt.

¹⁷ Zie onder meer *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 245-246 (1988); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 810-811 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 461 (2013); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 267 (2014). Zie hierover in de literatuur onder meer J.E. Fisch, ‘The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton’, *Washington University Law Review* 2013, p. 902.

¹⁸ Zie in dit verband ook *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891, 908-909 (9th Cir. 1975) en de *dissenting opinion* van Judge Reinhardt bij de uitspraak *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1068-1069 (9th Cir.1999).

¹⁹ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Ik wijs erop dat in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* (‘Halliburton II’) uit 2014 een van de vragen die bij de Supreme Court ter discussie stond, was of – in het licht van (vermeende) nieuwe economische inzichten over de werking van effectenmarkten – de *fraud-on-the-market*-theorie kon worden gehandhaafd. De Supreme Court had in deze zaak dus alle gelegenheid om geheel of gedeeltelijk van de theorie terug te komen. Dat deed hij echter niet; nagenoeg volledig werd vastgehouden aan het raamwerk zoals uiteengezet in zijn eerdere uitspraken *Basic v. Levinson*, *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.* (‘Halliburton I’) en *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*.

²⁰ De Amerikaanse term ‘defendant’ vertaal ik in deze bijdrage met de Nederlandse term ‘gedaagde’. Laatstgenoemde term is echter in zoverre niet helemaal zuiver dat zij uiteraard samenhangt met de Nederlandse dagvaardingsprocedure, terwijl het Amerikaanse federale procesrecht deze procedure als zodanig niet kent.

worden op een *efficiënte markt* verhandeld en (iv) de eisende belegger heeft het litigieuze aandeel in het tijdvak van de misleiding gekocht.²¹ Intuïtief is de *fraud-on-the-market*-theorie goed te begrijpen. Zij is gebaseerd op de volgende logische drieslag ('syllogism'):²² (a) de belegger koopt of verkoopt zijn aandeel in vertrouwen op de integriteit van de beurskoers; (b) alle publiekelijk beschikbare informatie, waaronder de misleidende informatie, is in de beurskoers verwerkt en daarom geldt dat (c) de belegger bij de aan- of verkoop van zijn aandelen vertrouwt op de misleidende informatie.²³ In zijn uitspraak in de zaak Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. (hierna: 'Halliburton II') uit 2014 verwoordde de Supreme Court deze gedachte als volgt:²⁴

'(...) [T]he market price of shares traded on well-developed markets *reflects all publicly available information, and, hence, any material misrepresentations*. (...) [R]ather than scrutinize every piece of public information about a company for himself, *the typical investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price* – the belief that it reflects all public, material information. (...) As a result, whenever the investor buys or sells stock at the market price, *his reliance on any public material misrepresentations (...) may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action*.' (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. ACWP)

In zowel de uitspraak Basic v. Levinson als in de Halliburton II-uitspraak liet de Supreme Court uitdrukkelijk in het midden wat precies onder een 'efficiënte markt' moet worden verstaan.²⁵ Wel maakte hij in Halliburton II duidelijk dat voor toepassing van het *fraud-on-the-market*-vermoeden in ieder geval *niet* is vereist dat (de belegger aantoont dat) de markt *fundamenteel* efficiënt is. Van een fundamenteel efficiënte markt is sprake, als de koers – gegeven alle publiekelijk beschikbare informatie – op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel weerspiegelt.²⁶ Dat deze mate van efficiëntie niet is vereist, blijkt onder meer uit de volgende overweging:²⁷

'The academic debates discussed by Halliburton have not refuted *the modest premise underlying the presumption of reliance*. Even the foremost critics of the efficient-capital markets hypothesis acknowledge *that public information generally affects stock prices*. (...) Debates about the precise degree to which stock prices accurately reflect public information are thus largely beside

²¹ Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 248 & n. 27 (1988). Zie voor de toepassingsvoorwaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie ook de uitspraken Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 811 (2011); Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 en 471-472 (2013); Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 268 and 277-278 (2014).

²² In re Polymedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 8 (1st Cir. 2005); In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503, 507-508 (1st Cir. 2005).

²³ Zie in dit verband ook de uitspraken Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 247 (1988); Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 811 (2011); Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 (2013).

²⁴ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 268 (2014).

²⁵ Zie Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, n. 24 & n. 28 (1988) respectievelijk Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 272 (2014).

²⁶ De discussie over de vraag of het überhaupt mogelijk is dat de koers op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel representeert, laat ik in deze bijdrage buiten beschouwing. In het kort kan ik erover zeggen dat in elk geval in theorie ieder aandeel een bepaalde fundamentele waarde heeft (die overigens continu fluctueert), maar dat het praktisch gezien onmogelijk is deze waarde exact vast te stellen.

²⁷ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 272 (2014).

the point. *That the price of a stock may be inaccurate does not detract from the fact that false statements affect it, and cause loss*, which is all that Basic requires.’ (leestekens weggelaten en curs. ACWP)

Dus zelfs als de koers van het litigieuze aandeel *niet* de fundamentele waarde weerspiegelt – de desbetreffende markt bevat met andere woorden een fundamentele *inefficiëntie* – zal het in de regel nog steeds zo zijn dat misleidende informatie een koerseffect tot gevolg heeft en daarmee koersverlies veroorzaakt, hetgeen kennelijk voldoende is voor het kunnen inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden. In de lagere rechtspraak is de marktefficiëntie-eis aldus geïnterpreteerd, dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld in ieder geval *informationeel* efficiënt moet zijn (althans, kenmerken vertoont van een zekere mate van informationele efficiëntie).²⁸ Informationele efficiëntie heeft betrekking op de *snelheid* waarmee nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt; de informatie moet zodanig snel in de koers worden verwerkt, dat beleggers op basis hiervan geen abnormale rendementen kunnen behalen.²⁹

Hoewel de *fraud-on-the-market*-theorie intuïtief goed te begrijpen is, gaat er juridisch gezien een aantal complicaties achter schuil die door het intuïtieve begrip gemakkelijk worden verhuld. Een eerste complicatie is dat het traditionele *reliance*-vereiste zoals dat geldt in *face-to-face*-zaken, in *fraud-on-the-market*-zaken een net iets andere invulling krijgt. Dat valt gemakkelijk in te zien door uit te gaan van de belegger die in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers zijn aandeel tegen een (als gevolg van misleidende informatie) geïnflateerde koers heeft gekocht, maar die verder van geen enkele informatie (en dus ook niet van de misleidende informatie) heeft kennis genomen. Bij toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie heeft ook deze belegger in beginsel³⁰ recht op schadevergoeding.³¹ Hij heeft bij de aankoop van het litigieuze aandeel immers op de integriteit van de beurskoers vertrouwd en omdat de misleidende informatie daarin was verwerkt, kan hij worden geacht op de misleidende informatie te hebben vertrouwd. Strikt genomen is de beleggingsbeslissing van

²⁸ Zie onder meer de uitspraken *In re Polymedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 14-17 (1st Cir. 2005); *In re Xcelera.com Securities Litigation*, 430 F.3d 503, 508-512 (11th Cir. 2005); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed.Appx. 855, 861-862 (11th Cir. 2015); *Findwhat Investor Group v. Findwhat.com*, 658 F.3d 1282, 1310 (11th Cir. 2011); *In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation*, 295 F.R.D. 240, 247 (N.D. Cal. 2013); *Lumen v. Anderson*, 280 F.R.D. 451, 460-461 (W.D. Mo. 2012); *Beach v. Healthways, Inc.*, 2010 WL 1408791, at *3 (M.D. Ten. April 2, 2010); *In re Healthsouth Corporation Securities Litigation*, 257 F.R.D. 260, 283 (N.D. Ala. 2009); *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 610-612 (C.D. Cal. 2009); *In re Accredo Health, Inc. Securities Litigation*, 2006 WL 1716910, at *9-10 (W.D. Tenn. April 19, 2006); *In re VeriFone Securities Litigation*, 784 F. Supp. 1471, 1479 n. 7 (N.D. Cal. 1992). Zie in verband met de (interpretatie van de) marktefficiëntie-eis ook de volgende uitspraken gewezen na *Halliburton II*: *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); *In re Petrobras Securities Litigation*, 312 F.R.D. 354, 371 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)); *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 310 F.R.D. 69, 78 and 84-85 (S.D.N.Y. 2015); *Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.*, 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015).

²⁹ Met ‘abnormale rendementen’ wordt hier bedoeld rendementen die *gecorrigeerd voor het risico* boven het statistische gemiddelde (of anders gezegd: de statistische verwachting) liggen.

³⁰ Bewust zeg ik ‘in beginsel’. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan namelijk nog worden weerlegd. Zie voor de zogenoemde ‘rebuttals’ waarmee de gedaagde het vermoeden kan (proberen te) weerleggen § 3.3.

³¹ Zie in dit verband ook de uitspraken *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 907 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1163 (3d Cir. 1986); *Eckstein v. Balcort Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1129 (7th Cir. 1993).

deze belegger echter niet door de misleidende informatie beïnvloed en is er dus geen sprake van (zuivere) *reliance*. Hij heeft immers van geen enkele informatie kennis genomen en het aandeel in ‘blind’ vertrouwen op de zuiverheid van de koers gekocht. Dit laatste illustreert dat het *reliance*-vereiste in *fraud-on-the-market*-zaken een invulling krijgt die neigt naar *transaction causation* (bewust zeg ik ‘neigt naar’, zie voor deze nuance hierna *sub c*). *Transaction causation* houdt in dat de *transactie*(voorwaarden) door de misleidende informatie is (zijn) beïnvloed: bij juiste en volledige informatie zou de transactie niet – of niet tegen dezelfde voorwaarden – tot stand zijn gekomen. Aan deze voorwaarde is bij de zojuist genoemde belegger zonder meer voldaan.

Gelet op deze aangepaste betekenis van het *reliance*-vereiste in *fraud-on-the-market*-zaken, is het wellicht enigszins misleidend om ten aanzien van het *fraud-on-the-market*-vermoeden te spreken van een ‘presumption of reliance’. Het woord ‘presumption’ (vermoeden) suggereert dat er iets te weerleggen valt. De op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie aangenomen *reliance* valt echter niet te weerleggen met het verweer dat de belegger niet (direct) op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing aldus niet (direct) is beïnvloed. Het is (in zoverre) daarom wellicht zuiverder om te spreken van een ‘construction of reliance’ in plaats van een ‘presumption of reliance’.³² Hiermee is uitdrukkelijk niet gezegd dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden in het geheel niet te weerleggen valt. Andere stellingen (dan het verweer dat de belegger niet (direct) op de misleidende informatie heeft vertrouwd) zijn namelijk denkbaar op grond waarvan het vermoeden kan worden weerlegd. Zie over deze zogenoemde ‘rebuttals’ § 3.3.

Een tweede moeilijkheid van de *fraud-on-the-market*-theorie is dat zij – althans, de versie van de theorie zoals deze in *Basic v. Levinson* door de Supreme Court is aangenomen – in werkelijkheid uitgaat van een drietal (sub)vermoedens.³³ Het gaat om de volgende drie vermoedens:

- a) Een misleidende mededeling die publiekelijk is verspreid, heeft haar weerslag op de beurskoers.
- b) Beleggers vertrouwen – en *mogen redelijkerwijs* vertrouwen – op de integriteit van de beurskoers.

³² Vgl. in dit verband de opmerkingen van Justice Thomas in zijn *concurring opinion* in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 287 and 297 (2014) over ‘*Basic*’s watered-down reliance requirement’ en ‘[*Basic*’s] fictional fraud-on-the-market version [of reliance]’ (aanhalingstekens weggelaten en toevoegingen ACWP). En zie in dit verband ook M.B. Fox, ‘Halliburton II: It all Depends on what Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price’, *The Business Lawyer* 2015, p. 458.

³³ Enigszins verwarrend in dit verband is dat de Supreme Court in zijn *Halliburton II*-uitspraak overweegt dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden is samengesteld uit twee opeenvolgende (sub)vermoedens: ‘What is called the *Basic* [v. *Levinson*] presumption actually incorporates *two constituent presumptions*: First, if a plaintiff shows that the defendant’s misrepresentation was public and material and that the stock traded in a generally efficient market, he is entitled to a presumption *that the misrepresentation affected the stock price*. Second, if the plaintiff also shows that he purchased the stock at the market price during the relevant period, he is entitled to a further presumption *that he purchased the stock in reliance on the defendant’s misrepresentation*.’ (toevoeging en curs. ACWP), aldus *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 278-279 (2014). Ik benadruk dat de drie door mij in de hoofdttekst onderscheiden (sub)vermoedens niet helemaal congruent zijn met de twee door de Supreme Court onderscheiden (sub)vermoedens.

- c) Zou de belegger met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend zijn geweest (waar – op grond van het tweede vermoeden – in beginsel dus *niet* van wordt uitgegaan), dan zou hij niet bereid zijn geweest het aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Hij zou in dat geval van aankoop hebben afgezien.

a. Het eerste (sub)vermoeden

Volgens de Supreme Court kan in het kader van *reliance* in beginsel worden aangenomen dat de misleidende informatie een koerseffect tot gevolg heeft.³⁴ Dit betekent dat voor het inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet is vereist dat de eisende belegger aantoont dat de markt daadwerkelijk door de informatie is misleid en de koers hierdoor is beïnvloed. De gedaagde is daarentegen als eerste aan zet om aannemelijk te maken dat de misleidende informatie de koers *niet* heeft beïnvloed. In zijn uitspraak in de zaak Halliburton II oordeelde de Supreme Court – in reactie op het betoog van de aansprakelijk gestelde vennootschap Halliburton dat het aan de eisende belegger is om deze zogenoemde ‘price impact’ van de misleidende informatie aannemelijk te maken – over dit eerste vermoeden als volgt:³⁵

‘Far from a modest refinement of the Basic [v. Levinson] presumption, this proposal [of Halliburton] would radically alter the required showing for the reliance element of the Rule 10b–5 cause of action. What is called the Basic [v. Levinson] presumption actually incorporates (...) [that] if a plaintiff shows that the defendant’s misrepresentation was public and material and that the stock traded in a generally efficient market, *he is entitled to a presumption that the misrepresentation affected the stock price.*
(...)

By requiring plaintiffs to prove price impact directly, Halliburton’s proposal would take away the [aforementioned] presumption (...). [*We decline to effectively jettison half of [the Basic v. Levinson presumption] by revising the prerequisites for invoking it.*’ (toevoegingen en curs. ACWP).

Dat het bij het vermoeden dat de misleidende informatie wordt geacht de beurskoers te hebben beïnvloed, in bewijsrechtelijke zin ook daadwerkelijk om een vermoeden gaat, blijkt ook uit het feit dat de gedaagde de gelegenheid krijgt het vermoeden te weerleggen. Onder verwijzing naar zijn uitspraak in de zaak Basic v. Levinson, overwoog de Supreme Court in zijn Halliburton II-uitspraak in dit verband als volgt:³⁶

‘Basic emphasized that the presumption of reliance was rebuttable rather than conclusive. Specifically, any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and either the price received (or paid) by the plaintiff, (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance. (...) So for example, *if a defendant could show that the alleged misrepresentation did not, for whatever reason, actually affect the market price, (...) then the presumption of reliance would not apply.*’ (leestekens weggelaten en curs. ACWP)

³⁴ Zie in dit verband ook de uitspraken Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 246-248 (1988); Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341-342 (2005); Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 811 (2011); Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 en 473 (2013).

³⁵ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 278-279 (2014).

³⁶ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie verder over deze *rebuttal* § 3.3 onder het eerste kopje ‘De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers’.

En zie in dit verband ook de volgende overwegingen uit de Halliburton II-uitspraak over het processuele debat over het al of niet hebben van een *price impact* van de misleidende informatie:³⁷

‘There is no dispute that defendants may introduce (...) evidence (...) to rebut the Basic [v. Levinson] presumption. Basic itself made clear that the presumption was just that, and *could be rebutted by appropriate evidence, including evidence that the asserted misrepresentation (or its correction) did not affect the market price of the defendant’s stock.*

(...)

Under Basic’s fraud-on-the-market theory, market efficiency and the other prerequisites for invoking the presumption *constitute an indirect way of showing price impact. (...) [I]t is appropriate to allow plaintiffs to rely on this indirect proxy for price impact, rather than requiring them to prove price impact directly*, given Basic’s rationales for recognizing a presumption of reliance in the first place.

(...)

But an indirect proxy should not preclude direct evidence (...). As we explained in Basic, *any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the price received (or paid) by the plaintiff (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance* because the basis for finding that the fraud had been transmitted through market price would be gone.’

(leestekens weggelaten, toevoegingen en curs. ACWP)

Een andere belangrijke kwestie die in de Halliburton II-zaak centraal stond, was de vraag in welke fase van de procedure de gedaagde de gelegenheid krijgt het vermoeden dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, te weerleggen. Is dat reeds in de fase van ‘class certification’, of pas later in de fase van ‘summary judgement’, of – nog later – pas in de ‘merits stage’ van de procedure? De Supreme Court beantwoordde deze vraag in eerstgenoemde zin: reeds in de fase van *class certification* heeft de gedaagde het recht het vermoeden van *price impact* te weerleggen (mits uiteraard de gedaagde deze *price impact* gemotiveerd heeft betwist).³⁸ Aangezien deze processuele kwestie vanuit rechtsvergelijkend perspectief minder van belang is, laat ik haar hier verder rusten.

b. Het tweede (sub)vermoeden

Volgens de Supreme Court mag in beginsel ervan worden uitgegaan dat beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers. Hij overweegt dat in Basic v. Levinson expliciet wanneer hij ingaat op de ontwikkeling van de *fraud-on-the-market*-theorie in de lagere rechtspraak:³⁹

‘The courts (...) accepted a presumption, created by the fraud-on-the-market theory and subject to rebuttal by [the defendant], that persons who had traded (...) shares *had done so in reliance on the integrity of the price set by the market*, but because of [defendant’s] material misrepresentations that price had been fraudulently depressed.

³⁷ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 278-279 and 281 (2014).

³⁸ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 279-284 (2014).

³⁹ Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 245-247 (1988). Zie in dit verband ook de uitspraken Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 466 (2013) en Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 907-908 (9th Cir. 1975).

(...)

It has been noted that it is hard to imagine that there ever is a buyer or seller *who does not rely on market integrity*. *Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?* (...) Indeed, nearly every court that has considered the proposition has concluded that where materially misleading statements have been disseminated into an impersonal, well-developed market for securities, *the reliance of individual plaintiffs on the integrity of the market price may be presumed.*' (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. ACWP)

Om goed te begrijpen wat met dit vermoeden wordt bedoeld, moet de vraag worden beantwoord wat precies onder 'reliance on the integrity of the market price' wordt verstaan. Mijns inziens wordt hier *niet* mee bedoeld dat beleggers erop vertrouwen dat de beurskoers op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel weerspiegelt (vgl. het hiervoor besproken concept *fundamentele efficiëntie*).⁴⁰ Dit valt onder meer af te leiden uit de volgende overweging uit de Halliburton II-uitspraak, waarin de Supreme Court ingaat op de vraag of ook de zogenoemde 'value investor', de belegger die het litigieuze aandeel koopt omdat het naar zijn mening is ondergewaardeerd, van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan profiteren:⁴¹

'(...) [T]here is no reason to suppose that even (...) the value investor (...) is *as indifferent to the integrity of market prices* as Halliburton suggests. Such an investor implicitly relies on the fact that a stock's market price will eventually reflect material information – how else could the market correction on which his profit depends occur? To be sure, the value investor *does not believe that the market price accurately reflects public information at the time he transacts*. (...) But to indirectly rely on a misstatement in the sense relevant for the Basic [v. Levinson] presumption, he need only trade stock *based on the belief that the market price will incorporate public information within a reasonable period*. The value investor also presumably tries to estimate *how undervalued or overvalued a particular stock is, and such estimates can be skewed by a market price tainted by fraud.*' (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. ACWP)

Hoewel de *value investor* er op het moment van zijn transactie niet op vertrouwt dat de beurskoers op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel

⁴⁰ Dit lijkt wel de interpretatie te zijn van Justice Thomas in zijn *concurring opinion* in de zaak Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 291-294 (2014). Aan Justice Thomas moet worden toegegeven dat in zowel de Basic- als de Amgen-uitspraak passages zijn te vinden die in de richting van een dergelijke interpretatie wijzen, zie Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 244 (1988): 'The market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, *the value of the stock is worth the market price*. (...) In an open and developed market (...) purchasers generally rely on *the price of the stock as a reflection of its value*' (aanhalingstekens weggelaten en curs. ACWP), respectievelijk Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 (2013): '[I]t is reasonable to presume that most investors (...) will rely on the security's market price *as an unbiased assessment of the security's value* in light of all public information. Thus, courts may presume that investors (...) indirectly rely on public, material misrepresentations *through their reliance on the integrity of the price set by the market.*' (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. ACWP). Dat de Basic-uitspraak – en in het verlengde daarvan de Amgen-uitspraak – in dit opzicht een beetje op twee gedachten lijkt te hinken, moet waarschijnlijk worden verklaard uit het feit dat er bij het concipiëren van de Basic-uitspraak sprake was van een controverse tussen enerzijds Justice Blackmun en anderzijds Justice Brennan. Zie over deze controverse A.C. Pritchard, 'Stoneridge Investment Partners v. Scientific Atlanta: The Political Economy of Securities Class Action Reform', *CATO Supreme Court Rev.* 2008, p. 221-222; D.C. Langevoort, 'Judgement Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton', *Arizona Law Review* 2015, p. 49-50.

⁴¹ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 273-274 (2014).

weerspiegelt (en in zoverre dus niet op de marktefficiëntie in *fundamentele* zin), gaat ook deze belegger er bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen van uit dat publiek beschikbare informatie – zij het soms met enige vertraging – in de beurskoers wordt verwerkt. In zoverre vertrouwt dus ook de *value investor* op de efficiëntie van het prijsvormingsproces op de effectenmarkt en daarom kan ook deze belegger van het *fraud-on-the-market*-vermoeden profiteren. Met ‘reliance on the integrity of the market price’ kan de Supreme Court dus niet bedoelen dat de belegger vertrouwt op de *fundamentele* efficiëntie van de markt, want anders zou de *value investor* een beroep op het vermoeden (moeten) worden ontzegd.⁴²

Wat de Supreme Court met ‘reliance on the integrity of the market price’ volgens mij wél bedoelt, is dat beleggers erop vertrouwen – en *redelijkerwijs erop mogen* vertrouwen – dat de beurskoers tot stand komt op basis van juiste en volledige informatie en dat deze is gevrijwaard van misleiding.⁴³ Dat kan ten eerste worden afgeleid uit de volgende overweging uit *Basic v. Levinson*:⁴⁴

‘It has been noted that it is hard to imagine that (...) there ever is a buyer or seller *who does not rely on market integrity*. Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?’
(aanhalingstekens weggelaten en curs. ACWP)

Het is met andere woorden moeilijk voor te stellen dat er beleggers zijn die *niet* vertrouwen op de *integriteit* van de beurskoers; welke belegger wil immers deelnemen aan een ‘crooked crap game’? Dat de Supreme Court met ‘reliance on the integrity of the market price’ bedoelt dat beleggers erop vertrouwen dat de beurskoers is gevrijwaard van misleidende informatie, valt in de tweede plaats af te leiden uit de overweging uit *Basic v. Levinson* waarin de Supreme Court refereert aan de doelstelling van de (wetgever van de) Securities Exchange Act om het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de effectenmarkt te faciliteren.⁴⁵

‘In drafting [the Securities Exchange] Act, Congress expressly relied on the premise that securities markets are affected by information, and enacted legislation *to facilitate an investor’s reliance on the integrity of those markets*: “(...) The idea of a free and open public market is built upon the theory that competing judgments of buyers and sellers as to the fair price of a security brings about a situation where the market price reflects as nearly as possible a just price. Just as artificial manipulation tends to upset the true function of an open market, *so the hiding and secreting of important information obstructs the operation of the markets as indices of real value.*” ’ (toevoegingen en curs. ACWP)

⁴² Zie in dit verband ook de uitspraak *Moskowitz v. Lopp*, 128 F.R.D. 624, 631 (E.D. Pa. 1989): ‘There is a *fundamental difference* between an investor’s presumption *that the market price will move* and the fact *that the price was tainted by fraud*.’ (curs. ACWP) en de uitspraak *Jaffe Pension Plan v. Household Int’l, Inc.*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 135135 (N.D. Ill. Sept 21, 2012): ‘Given the parties’ stipulation that Household common stock traded in an efficient market (...), *whether these claimants fully subscribe to the efficient market theory is irrelevant*.’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. ACWP)

⁴³ Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de *Halliburton I*-uitspraak: ‘Loss causation (...) requires a plaintiff to show that a misrepresentation *that affected the integrity of the market price* also caused a subsequent economic loss.’ (curs. ACWP), *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 812 (2011).

⁴⁴ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

⁴⁵ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 245-246 (1988).

Deze betekenis van ‘reliance on the integrity of the market price’ valt verder af te leiden uit één van de verweren waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan (proberen te) weerleggen:⁴⁶

‘[Basic] also could rebut the presumption of reliance as to plaintiffs who would have divested themselves of their Basic shares *without relying on the integrity of the market*. For example, a plaintiff who believed that Basic’s statements were false (...) and who consequently believed that Basic stock was artificially underpriced, but sold his shares nevertheless because of other unrelated concerns, (...) could not be said to have relied on the integrity of a price he knew had been manipulated.’ (toevoeging en curs. ACWP)

Volgens de Supreme Court kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden dus onder meer worden geacht te zijn weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de eisende belegger met de misleiding bekend was – of althans de misleiding vermoedde – maar hij niettemin tot verkoop tegen een kunstmatig lage koers is overgegaan, omdat hij daartoe werd bewogen op grond van andere – niet aan de misleidende informatie gerelateerde – overwegingen. Van deze belegger kan immers niet worden gezegd dat hij heeft vertrouwd op de *integriteit* van de beurskoers, aldus de Supreme Court.⁴⁷ Als de belegger die met de misleiding bekend was, of althans deze vermoedde, niet kan worden geacht te hebben vertrouwd op de *integriteit* van de beurskoers, kan ‘reliance on the integrity of the market price’ in dit verband geen andere betekenis hebben dan dat beleggers erop vertrouwen dat de beurskoers integer is in de zin dat deze is gevrijwaard van misleidende informatie.⁴⁸

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat het vermoeden dat beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, behoudens een feitelijke, ook een normatieve component kent.⁴⁹ Dit vermoeden houdt namelijk niet alleen in dat (mag worden aangenomen dat) beleggers *in feitelijke zin* vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, maar ook dat beleggers *redelijkerwijs mogen* vertrouwen op de integriteit van de beurskoers. Deze laatste component is duidelijk een juridische constructie. In werkelijkheid is er namelijk geen enkele garantie dat effectenmarkten (en daarmee de koersen op die markten)

⁴⁶ Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 249 (1988). Ik breng nogmaals in herinnering dat de eisende beleggers in deze zaak de aandeelhouders waren die als gevolg van een *negatieve* misleidende voorstelling van zaken hun aandelen tegen een kunstmatige *lage* koers hadden *verkocht*. Zie in verband met het in de hoofdstekst bedoelde verweer ook de volgende overweging uit de Halliburton II-uitspraak: ‘Basic does afford defendants an opportunity to rebut the presumption of reliance with respect to an individual plaintiff by showing *that he did not rely on the integrity of the market price in trading stock*.’ (curs. ACWP), Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 276 (2014).

⁴⁷ Het feit dat ten aanzien van de belegger die van de misleiding op de hoogte was (maar die om hem of haar moverende redenen niettemin besloot het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig hoge (lage) koers te kopen (verkopen)), het *fraud-on-the-market*-vermoeden van *reliance* kan worden geacht te zijn weerlegd, illustreert overigens dat de *reliance*-eis meer omvat dan een enkele *condicio sine qua non*-toets. Ook voor deze belegger geldt immers onmiskenbaar dat zijn transactievoorwaarden door de misleiding zijn beïnvloed. Ik kom hier zometeen op terug, zie hierna *sub c*.

⁴⁸ Enzo De Jong 2010, t.a.p., p. 166.

⁴⁹ Vooral Langevoort is een vurig pleitbezorger van deze interpretatie van het *fraud-on-the-market*-vermoeden. Zie onder meer D.C. Langevoort, ‘Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market’, *Wisconsin Law Review* 2009, p. 160-161, p. 171-172 en p. 176-177.

ge vrijwaard zijn van misleidende informatie.⁵⁰ Integendeel, in werkelijkheid komt het publiceren van misleidende informatie (en het niet publiceren van voorwetenschap) veelvuldig voor en (rationele) beleggers weten dat.⁵¹ Rationele beleggers houden daar ook in zoverre rekening mee dat zij bij het nemen van beleggingsbeslissingen altijd een soort ‘misleidingskorting’ in de koers zullen inprijzen.⁵² Dat volgens de *fraud-on-the-market*-theorie beleggers niettemin mogen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, moet dan ook vooral worden gezien als een juridisch instrument om een achterliggend doel te bereiken. Het achterliggende doel is het in stand houden van een effectenmarkt waar geen misleiding (meer) voorkomt.⁵³ Dat doel wordt mede bereikt door in een aansprakelijkheidsprocedure de belegger bij het bewijs van causaal verband (bijvoorbeeld door middel van het *fraud-on-the-market*-vermoeden) in zijn bewijslast tegemoet te komen, zodat hij zijn rechten effectief kan handhaven.⁵⁴

c. Het derde (sub)vermoeden

In het verlengde van het vermoeden dat (mag worden aangenomen dat) de belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen vertrouwt op de integriteit van de beurskoers, ligt het derde vermoeden. Aangenomen mag worden dat in de hypothetische situatie waarin de belegger met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend zou zijn geweest (waar dus in beginsel *niet* van wordt uitgegaan, zie het tweede vermoeden hierboven *sub b*), hij niet bereid zou zijn geweest het aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Er mag met andere woorden van worden uitgegaan dat de belegger hoe dan ook niet bereid zou zijn geweest deel te nemen aan een ‘crooked crap game’.⁵⁵ Dit kan ten eerste worden afgeleid uit de overweging uit *Basic v. Levinson* waarin de Supreme Court met instemming het oordeel van de appelrechter aanhaalt over het door de gedaagde weerleggen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden:⁵⁶

⁵⁰ Zie in dit verband ook W.J. Carney, ‘The Limits of the Fraud on the Market Doctrine’, *The Business Lawyer* 1989, p. 1275-1278; J.D. Cox, ‘Fraud on the Market After Amgen’, *Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy* 2013, p. 112.

⁵¹ Zit in dit verband bijvoorbeeld de empirische studie van D. Cumming & S. Johan, ‘Listing Standards and Fraud’, *Managerial and Decision Economics* 2013, p. 451-470. Deze auteurs rapporteren voor verschillende beurzen in de landen Verenigde Staten, Groot-Brittannië en Canada statistieken over de frequentie waarmee fraude/misleiding op de desbetreffende beurzen voorkomt. Zie in dit verband ook de empirische studie van I.A.J. Dyck, A. Morse & L. Zingales, ‘How Pervasive is Corporate Fraud?’, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2222608, 2013. Deze auteurs schatten de kans dat een Amerikaanse beursvennootschap zich in een willekeurig jaar schuldig maakt aan misleiding op 14,5%.

⁵² Zie over dit verschijnsel uitgebreid het standaardwerk uit de financieel-economische literatuur G.A. Akerlof, ‘The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism’, *The Quarterly Journal of Economics* 1970, p. 488-500.

⁵³ Zie in dit verband ook de uitspraak *Lipton v. Documation, Inc.* 734 F.2d 740, 748 (11th Cir. 1984): ‘The [fraud-on-the-market-]theory (...) actually facilitates Congress’s intent (...) by enabling a purchaser to rely on an expectation that the securities markets are free from fraud.’ (toevoegingen en curs. ACWP)

⁵⁴ Vgl. Langevoort 2009, t.a.p., p. 160-161, p. 171-172 en p. 176-177; Langevoort 2015, t.a.p., p. 49-50 en p. 52-53; B. Black, ‘Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets’, *Loyola University Chicago Law Journal* 2013, p. 1505.

⁵⁵ Vgl. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

⁵⁶ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 (1988).

‘The court acknowledged that [the defendant] may rebut proof of the elements giving rise to the presumption, or show (...) that an individual plaintiff traded *or would have traded despite his knowing the statement was false.*’ (toevoeging en curs. ACWP)

Ook kan dit worden afgeleid uit de volgende (vlak daaropvolgende) overweging uit *Basic v. Levinson*:⁵⁷

‘Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the plaintiff[‘s] (...) decision to trade at a fair market price, will be sufficient to rebut the presumption of reliance. For example (...) [the defendant] could rebut the presumption of reliance as to plaintiffs who *would have divested* themselves of their Basic shares *without relying on the integrity of the market.*’ (toevoegingen en curs. ACWP)

In net iets andere bewoordingen herhaalt de Supreme Court deze overweging in zijn *Halliburton II*-uitspraak:⁵⁸

‘(...) [I]f a defendant could show that (...) a plaintiff *would have bought or sold* the stock *even had he been aware* that the stock’s price was tainted by fraud, then the presumption of reliance would not apply.’ (toevoegingen en curs. ACWP)

Dus als het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden geacht te zijn weerlegd ten aanzien van de belegger die, ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest, het litigieuze aandeel hoe dan ook zou hebben gekocht, kan de conclusie geen andere zijn dan dat bij wege van (*fraud-on-the-market*-)presumptie van het tegenovergestelde wordt uitgegaan. Vandaar het derde vermoeden. Overigens doelt de Supreme Court in bovenstaande rechtsoverwegingen waarschijnlijk op de belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zoals fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of diversificatie-overwegingen.^{59, 60} Hoewel deze belegger wellicht niet van de misleiding op de hoogte was en zijn aandeel in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers heeft gekocht, zou deze belegger ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest, het aandeel hebben gekocht.⁶¹ Er waren voor hem immers

⁵⁷ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988).

⁵⁸ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014).

⁵⁹ Men kan in dit verband ook nog denken aan de belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen, omdat hij daarmee stemrecht wilde verwerven in de desbetreffende vennootschap, of aan de belegger die genoodzaakt was het aandeel te kopen, omdat hij eerder – voordat de misleiding begon – was *short* gegaan en in het tijdvak van de misleiding werd gedwongen tot een zogenoemde ‘covering purchase’. Zie over het scenario van een gedwongen *covering purchase* ook D. Smith, ‘Fraud on the Market: Short Sellers’ Reliance on Market Price Integrity’, *William & Mary Law Review* 2005, p. 1047-1049.

⁶⁰ In het scenario waarin de belegger als gevolg van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken de litigieuze aandelen tegen een kunstmatig *lage* koers heeft *verkocht*, kunnen er – naast de in de hoofdtekst genoemde overwegingen – ook nog andere overwegingen zijn op grond waarvan de belegger werd bewogen zijn aandelen te verkopen. Men kan bijvoorbeeld denken aan de behoefte aan liquiditeit, een zogenoemde ‘margin call’ van de bank of aan overwegingen van mededingingsrechtelijke aard. In zijn *Basic*-uitspraak refereert de Supreme Court zelf alleen aan de verkoop uit politieke of mededingingsrechtelijke overwegingen, zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988).

⁶¹ Ook afgezien van de in de hoofdtekst en voetnoot 59 genoemde overwegingen kan het voor de belegger een rationele beleggingsbeslissing zijn om een aandeel te kopen waarvan hij weet dat de koers als gevolg van misleidende informatie is geïnfleerd. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn als het litigieuze aandeel de beste risico-

andere zwaar(der)wegende (en op zichzelf volstrekt gerechtvaardigde) overwegingen in het spel om het litigieuze aandeel te kopen. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden is daarmee dan weerlegd.

Het voorgaande laat overigens meteen zien waarom in *fraud-on-the-market*-zaken *reliance* niet exact hetzelfde is als *transaction causation*. Zo is voor de belegger die werd bewogen het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zonder meer voldaan aan het vereiste van *transaction causation* (dit ongeacht of hij al of niet met de misleiding bekend was). Bij afwezigheid van de misleiding zou hij immers een gunstigere prijs voor zijn aandeel hebben betaald, dus zijn transactievoorwaarden zijn zonder meer door de misleiding beïnvloed. Voor deze belegger is echter niet aan het *reliance*-vereiste voldaan, omdat – zoals gezegd – het *fraud-on-the-market*-vermoeden van *reliance* ten aanzien van hem kan worden geacht te zijn weerlegd.⁶²

Volledigheidshalve merk ik nog op dat het hier besproken element van het *reliance*-vereiste vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief gezien merkwaardig voorkomt. In het Nederlandse recht zijn wij namelijk gewend om bij het beantwoorden van de causaliteitsvraag de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis (in casu het geven van een misleidende voorstelling van zaken door de vennootschap) weg te denken. Wat hier echter gebeurt, is dat – in plaats van de misleidende voorstelling van zaken gegeven door de vennootschap – de misleidende voorstelling van zaken die is opgetreden bij de belegger wordt weggedacht (terwijl nog steeds wordt aangenomen dat de vennootschap misleidende informatie heeft verstrekt). Een dergelijke *counterfactual* is wezensvreemd aan het Nederlandse schadevergoedingsrecht (althans, aan de daarbinnen geldende causaliteitsleer).⁶³ Het verweer dat het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing ontbreekt omdat de eisende belegger hoe dan ook bereid zou zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen, moet naar Nederlands recht mijns inziens dan ook worden verworpen (althans ten aanzien van de belegger die bij de aankoop van het aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd en die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij het ook bij afwezigheid van de misleiding zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere koers*).

Nog twee opmerkingen van procesrechtelijke aard

/rendementsverhouding heeft in de desbetreffende sector, zelfs als daarbij rekening wordt gehouden met de verwachte koersdaling die zal plaatsvinden op het moment dat de misleiding bekend wordt.

⁶² Zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie verder ook de nog de volgende uitspraken uit de lagere rechtspraak: *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891, 907-908 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Kline v. Wolf*, 702 F.3d 400, 403 (2d Cir. 1983); *Fine v. American Solar King Corp.*, 919 F.2d 290, 299 (5th Cir. 1990); *Hanon v. Dataproducts Corp.*, 976 F.2d 497, 507 (9th Cir. 1992); *Semerenko v. Cendant*, 223 F.3d 165, 179 & n.7 (3d Cir. 2000); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 429-433 (7th Cir. 2015). De twee eerstgenoemde uitspraken worden in *Basic v. Levinson* met instemming door de Supreme Court aangehaald.

⁶³ Dit wordt mijns inziens terecht onderkend in de uitspraak *Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022* (Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./X e.a.), r.o. 2.54. Ik betwijfel echter of dit voldoende wordt onderkend door de Rechtbank Midden-Nederland in zijn uitspraak *Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, JOR 2016/305*, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.22.

Tot besluit van deze paragraaf heb ik nog twee opmerkingen van procesrechtelijke aard. Hoewel op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie de bewijslast van de belegger aanzienlijk wordt verlicht, is het – teneinde van het *fraud-on-the-market*-vermoeden te kunnen profiteren – wel aan de eisende belegger om aan te tonen dat aan de *toepassingsvoorwaarden* van de theorie is voldaan. De belegger zal dus onder meer moeten bewijzen dat *publiekelijk* een verkeerde voorstelling van zaken is gegeven (‘public misrepresentation’), deze verkeerde voorstelling van zaken *material* was en de litigieuze effecten op een efficiënte markt werden verhandeld.⁶⁴ Wat betreft het *materiality*-vereiste past hierbij de kanttekening dat de Supreme Court in de zaak *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds* heeft beslist dat (bewijs van) *materiality* geen voorwaarde is voor *class certification* en dat *materiality* dus niet reeds in die fase van de procedure hoeft te worden bewezen.⁶⁵ Pas in de fase van ‘summary judgement’, of – nog later – in de ‘merits stage’ van de procedure dient de belegger aan te tonen dat aan dit vereiste is voldaan. Aangezien deze processuele kwestie vanuit rechtsvergelijkend perspectief minder van belang is, laat ik haar hier verder rusten.

Verder wijs ik erop dat wanneer de belegger op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie voor schadevergoeding in aanmerking wil komen, materieelrechtelijk gezien is vereist dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd en dat hij zijn aandeel als gevolg van de misleiding tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht. Komen de desbetreffende feiten en omstandigheden in het processuele debat niet vast te staan, dan wordt zijn vordering tot schadevergoeding zonder meer afgewezen. Wel wordt met behulp van vermoedens de bewijslast van de belegger op deze twee punten verlicht (zie hierboven *sub a* en *sub b*) en het is vervolgens aan de gedaagde om deze vermoedens te weerleggen. Hierbij benadruk ik dat het vermoeden dat de misleidende informatie de beurskoers heeft beïnvloed, alleen maar geldt in het kader van het processuele debat over *reliance/transaction causation*. Staat het debat over de al of niet koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel van *loss causation* of (de omvang van) *damages* (of eventueel in de sleutel van *materiality*), dan rust de bewijslast onverminderd op de eisende belegger.

3.3. De ‘rebuttals’ waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd

In de *Basic v. Levinson*-uitspraak worden zes verweren (zogenoemde ‘rebuttals’) genoemd waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan (proberen te) weerleggen. Drie worden er naar voren gebracht in de *majority opinion* geconcipieerd door Justice Blackmun.⁶⁶ De andere drie worden genoemd in de *dissenting opinion* geschreven door Justice White. Ik bespreek de zes *rebuttals* hier achtereenvolgens.

1. ‘De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers’

⁶⁴ De eisende belegger zal uiteraard tevens moeten bewijzen dat hij de litigieuze effecten in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht.

⁶⁵ *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 465-480 (2013).

⁶⁶ Zie over deze drie *rebuttals* ook de uitspraak *Fine v. American Solar King Corp.*, 919 F.2d 290, 299 (5th Cir. 1990).

Volgens (het meerderheidsstandpunt van) de Supreme Court kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden in de eerste plaats worden weerlegd, wanneer de gedaagde kan aantonen dat de misleiding geen invloed (meer) had op de koers ('*Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the price received (or paid) by the plaintiff (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance.*').⁶⁷ De Supreme Court geeft in dit verband twee voorbeelden. Het vermoeden kan in de eerste plaats worden geacht te zijn weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de *market makers* met de misleidende informatie (in dit geval de fusiebesprekingen die werden ontkend) bekend waren. De gedachte is kennelijk dat als de *market makers* met de misleiding bekend zijn, de gehele markt kan worden geacht daarmee bekend te zijn, zodat de misleidende informatie geen invloed heeft op de koers. Aan de *market makers* wordt door de Supreme Court dus kennelijk een leidende rol toegedicht in het prijsvormingsproces en het heersende marktsentiment wat betreft het litigieuze aandeel. In de tweede plaats kan het vermoeden worden geacht te zijn weerlegd, wanneer komt vast te staan dat ten tijde van de misleiding andere informatie in de markt beschikbaar was die de misleidende informatie tegensprak, waardoor het misleidende effect teniet werd gedaan.⁶⁸ De gedachte is dat wanneer in de markt zowel misleidende als (de bijbehorende) correcte informatie beschikbaar is, de markt de misleiding zal doorzien en de totale 'mix' van beschikbare informatie op een correcte wijze in de koers zal verwerken, zodat de misleiding geen koerseffect (meer) heeft. Dit tweede voorbeeld staat in de doctrine ook wel bekend als de zogenoemde 'truth-on-the-market defense'.⁶⁹

Het *truth-on-the-market*-verweer is in verschillende rechterlijke uitspraken als zodanig erkend.⁷⁰ Wel komt uit deze uitspraken duidelijk het beeld naar voren dat het al of niet honoreren van het verweer steeds afhankelijk is van de omstandigheden van het geval en dat een en ander steeds moet worden beoordeeld in het licht van de totaal beschikbare 'informatiemix'.⁷¹ Zo is vaste rechtspraak dat het enkele feit dat (juiste en volledige) informatie beschikbaar is die contrair is aan de misleidende informatie, niet *per definitie* betekent dat het koerseffect van de misleidende informatie (lees: de koersinflatie) daarmee wordt geacht te zijn opgeheven. Volgens deze rechtspraak hangt het mede af van de mate waarin de aan de

⁶⁷ Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 248-249 (1988). Zie ook de uitspraak van de Supreme Court in de zaak Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 268-269 and 281 (2014).

⁶⁸ Zie in dit verband ook de uitspraak Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 en 481-482 (2013).

⁶⁹ Zie hierover T.L. Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulations*, Volume 4, Thomson West (voortdurend geüpdatet), § 12.10[6][D]. Zie hierover ook S.J. Padfield, 'Immaterial Lies: Condoning Deceit in the Name of Securities Regulation', *Case Western Reserve Law Review* 2010, p. 163-165 en p. 174-175.

⁷⁰ Zie onder meer de uitspraken Ganino v. Citizens Utilities Co., 228 F.3d 154, 167-168 (2d Cir. 2000); Asher v. Baxter Int'l Inc., 377 F.3d 727, 734 (7th Cir. 2004); Wielgos v. Commonwealth Edison, 892 F.2d 509, 516 (7th Cir. 1989); Flamm v. Eberstadt, 814 F.2d 1169, 1179-1180 (7th Cir. 1987); Heliotrope General, Inc. V. Ford Motor Co., 189 F.3d 971, 975-976 (9th Cir. 1999); Provenz v. Miller, 102 F. 3d 1478, 1492-1493 (9th Cir. 1996); In re Convergent Technologies Securities Litigation, 948 F.2d 507, 513 (9th Cir. 1991); In re Apple Computer Securities Litigation, 886 F.2d 1109, 1114-1116 (9th Cir. 1989).

⁷¹ Er kan hier een parallel worden getrokken met het *materiality*-vereiste. Voor dat vereiste geldt op vergelijkbare wijze dat de totaalcontext maatgevend is. Overigens wordt om deze reden het *truth-on-the-market*-verweer vaak niet als zodanig benoemd en gaat het volledig op in (het oordeel over) het *materiality*-vereiste. Zie in dit verband bijvoorbeeld de uitspraak Connecticut Retirement Plans and Trust Funds v. Amgen, Inc., 660 F.3d 1170, 1177 (9th Cir. 2011). Ook komt men wel tegen dat het verweer in de sleutel van *reasonable reliance* staat. Welke sleutel men kiest, maakt op zichzelf niet uit. Via de verschillende sleutels kan steeds dezelfde oplossing worden bereikt.

misleiding contraire informatie toegankelijk is, de wijze waarop deze wordt gepresenteerd en de intensiteit waarmee de informatie in de markt ‘aanwezig’ is, of het verweer al of niet wordt gehonoreerd.⁷² De *truth-on-the-market* moet met andere woorden voldoende sterk en overtuigend zijn om met de *fraud-on-the-market* te kunnen concurreren.

Interessant is nog erop te wijzen dat het *truth-on-the-market*-verweer in de praktijk een eigenaardige processuele dynamiek met zich kan brengen, die erop neerkomt dat de procespartijen er een nogal grillige processtrategie op nahouden.⁷³ Deze grillige strategie bestaat eruit dat in eerste instantie de eisende beleggers met alle mogelijke middelen aannemelijk zullen proberen te maken dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld (in hoge mate) efficiënt is, terwijl de gedaagde zal proberen deze (mate van) marktefficiëntie zoveel mogelijk te betwisten. Als het vermoeden echter eenmaal ten gunste van de beleggers is aangenomen en de gedaagde het probeert te weerleggen aan de hand van het *truth-on-the-market*-verweer, zijn de procesbelangen precies tegenovergesteld en heeft de gedaagde er opeens alle belang bij de marktefficiëntie zo sterk mogelijk aan te zetten, terwijl de beleggers er dan alle belang bij hebben de marktefficiëntie zoveel mogelijk te bagatelliseren.⁷⁴

2. ‘De belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte’

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan in de tweede plaats worden weerlegd, wanneer de gedaagde kan aantonen dat de eisende belegger op het moment dat hij de litigieuze transactie aanging van de misleiding op de hoogte was of hij deze vermoedde.^{75, 76} De Supreme Court geeft het voorbeeld van de belegger die vermoedde dat de doelvennootschap wel degelijk aan het onderhandelen was toen zij ontkende fusiebesprekingen te voeren (en die dus wist of kon weten dat de koers op een kunstmatig laag niveau stond), maar die niettemin zijn aandeel heeft verkocht omdat hij daartoe werd bewogen op grond van andere – niet aan de misleidende informatie gerelateerde – overwegingen. Ik verwijs in dit verband naar mijn analyse in § 3.2 *sub b* over de betekenis van ‘reliance on integrity of the market price’.

⁷² Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154, 167-168 (2d Cir. 2000); *Provenz v. Miller*, 102 F. 3d 1478, 1492-1493 (9th Cir. 1996); *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109, 1114 (9th Cir. 1989); *In re Yukos Oil Company Securities Litigation*, 2006 WL 3026024, at *22 (S.D.N.Y. October 25, 2006).

⁷³ Zie over deze grillige processtrategie ook D. Tabak, ‘Implications for Market Efficiency and Damages Analyses of Plaintiff Interpretations of Halliburton II’s Statement that “market efficiency is a matter of degree”’, *Loyola University Chicago Law Journal* 2018, p. 471-472.

⁷⁴ Een mooi voorbeeld uit de rechtspraak waarin de hier beschreven processuele dynamiek zich lijkt voor te doen, is de uitspraak *Bricklayers and Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 89 and 95 (1st Cir. 2014).

⁷⁵ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988).

⁷⁶ Voor een aansprekend voorbeeld uit de rechtspraak waarin dit verweer slaagde, wijs ik op de uitspraak *Stark Trading v. Falconbridge Ltd.*, 552 F.3d 568, 571-573 (7th Cir. 2009), al moet ik hier wel bij aantekenen dat dit geen typische *fraud-on-the-market*-zaak betrof. Zie in verband met dit verweer ook de uitspraken *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 43-44 (2d Cir. 2006); *Howard v. Liquidity Services Inc.*, 322 F.R.D. 103, 121-123 (D.D.C. 2017); *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 917 F. Supp. 2d 246, 254-258 (S.D.N.Y. 2013); *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 934 (N.D. Ill. 2010); *Jaroslawicz v. Engelhard Corporation*, 724 F. Supp. 294, 300 (D.N.J. 1989); *Jones v. Intelli-Check, Inc.*, 274 F. Supp. 2d 615, 633-635 (D.N.J. 2003); *Moelis v. ICH Corp.*, 1987 WL 9709, at *4 (S.D.N.Y. 1987).

3. 'De belegger zou hoe dan ook bereid zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig lage koers te verkopen'

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan in de derde plaats worden weerlegd, wanneer de gedaagde kan aantonen dat de eisende belegger ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersdeflatie) bekend was geweest, bereid zou zijn geweest zijn aandeel tegen een kunstmatig lage koers te verkopen.⁷⁷ De eisende belegger zou met andere woorden hoe dan ook bereid zijn geweest deel te nemen aan een 'crooked crap game'.⁷⁸ Men kan bijvoorbeeld denken aan de belegger die besloot het litigieuze aandeel te verkopen uit fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of uit mededingings-, diversificatie- of liquiditeitsoverwegingen.⁷⁹ Hoewel deze belegger wellicht niet van de misleiding op de hoogte was en zijn aandeel in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers heeft verkocht, zou deze belegger ook als hij met de misleiding bekend was geweest, het aandeel hebben verkocht.⁸⁰ Zoals ik in § 3.2 *sub c* al opmerkte voor het *koop*scenario bij een misleidende *positieve* voorstelling van zaken, is dit vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief gezien een merkwaardige benadering van het causaal verband.

4. 'De belegger had al besloten de litigieuze transactie aan te gaan'

Justice White noemt in zijn *dissenting opinion* nog drie andere verweren waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden naar zijn oordeel kan worden weerlegd.⁸¹ Het vermoeden kan volgens hem ten eerste worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de belegger zijn beleggingsbeslissing al maanden geleden had genomen.⁸² De redenering is kennelijk dat de

⁷⁷ Zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie ook de in § 3.2 *sub c* weergegeven citaten uit deze uitspraken. Zie in verband met deze *rebuttal* verder nog de uitspraken *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 429-433 (7th Cir. 2015); *Howard v. Liquidity Services Inc.*, 322 F.R.D. 103, 123-126 (D.D.C. 2017); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 183 F. Supp. 3d 458, 466-467 (S.D.N.Y. 2016); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 123 F. Supp. 3d 424, 435-438 (S.D.N.Y. 2015); *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 927 F. Supp. 2d 88, 103-104 (S.D.N.Y. 2013) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)); *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 933-934 (N.D. Ill. 2010); *Darquea v. Jarden Corp.*, 2008 WL 622811, at *4 (S.D.N.Y. Mar. 6, 2008); *Lawrence v. Philip Morris Cos., Inc.*, 1999 WL 51845, at *4 (E.D.N.Y. Jan. 9, 1997); *McGuinness v. Parnes*, 1988 WL 66214, at *3 (D.D.C. June 17, 1988). Laatstgenoemde uitspraken hebben overigens alle negen betrekking op het scenario waarin de belegger de litigieuze effecten als gevolg van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken tegen een kunstmatig *hoge* koers heeft *gekocht*.

⁷⁸ Vgl. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

⁷⁹ In zijn *Basic*-uitspraak refereert de Supreme Court zelf alleen aan de verkoop uit politieke of mededingingsrechtelijke overwegingen, zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988). Een andere verkoopoverweging zou bijvoorbeeld nog kunnen zijn een zogenoemde 'margin call' van de bank.

⁸⁰ Ook afgezien van de in de hoofdttekst genoemde overwegingen kan het voor de belegger een rationele beleggingsbeslissing zijn om een aandeel te verkopen waarvan hij weet dat de koers als gevolg van misleidende informatie is gedeflateerd. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn als het litigieuze aandeel de slechtste risico-/rendementsverhouding heeft in de desbetreffende sector, zelfs als daarbij rekening wordt gehouden met de verwachte koersstijging die zal plaatsvinden op het moment dat de misleiding bekend wordt.

⁸¹ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 251 (1988). Ik wijs erop dat bij zijn bespreking van de *rebuttals* waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan (proberen te) weerleggen, Justice White en passant overschakelt van *verkopende* aandeelhouders die beweerdelijk zijn benadeeld als gevolg van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken naar *kopende* aandeelhouders die beweerdelijk zijn benadeeld als gevolg van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken.

⁸² Voor voorbeelden uit de rechtspraak waarin dit geval aan de orde was, wijs ik op de uitspraken *Hildes v. Arthur Andersen*, 734 F.3d 854 (9th Cir. 2013); *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F.2d 1261, 1271 (9th Cir. 1979); *APA*

beleggingsbeslissing van deze belegger niet door de misleidende informatie kan zijn beïnvloed. Naar mijn interpretatie van de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door de (meerderheid van de) Supreme Court is aanvaard, klopt deze *rebuttal* niet. Zij klopt niet, omdat de gedachte achter de *fraud-on-the-market*-theorie nu juist is dat ook de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd – maar die verder op geen enkele informatie is afgegaan – recht heeft op schadevergoeding. Doordat de misleidende informatie op het moment van aankoop in de koers was verwerkt en de belegger zijn aandeel daardoor tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, kan hij immers *worden geacht* op de misleidende informatie te hebben vertrouwd. Dat de belegger zijn beleggingsbeslissing wellicht al maanden geleden had genomen en deze derhalve niet direct door de misleidende informatie is beïnvloed, doet daar niets aan af.

Ook als rekenschap wordt gegeven van de omstandigheid dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd met de stelling dat de belegger hoe dan ook bereid zou zijn geweest het litigieuze aandeel (tegen een geïnflateerde koers) te kopen (zie de hiervoor *sub 3* besproken derde *rebuttal*), kan de zojuist genoemde eerste *rebuttal* van Justice White mijns inziens niet worden geaccepteerd. Ook voor de belegger die reeds voordat de misleiding begon had besloten het litigieuze aandeel te kopen, geldt namelijk dat hij waarschijnlijk niet bereid was – en nooit bereid zou zijn geweest – dat te doen tegen een kunstmatig hoge koers. Zou deze belegger – hypothetisch gezien – in de tussentijd met de misleiding bekend zijn geworden, dan zou hij vermoedelijk (alsnog) hebben besloten van aankoop af te zien.

Ik denk dat de *rebuttal* die Justice White hier naar voren brengt, voortkomt uit een verkeerde lezing van de *majority opinion* van de Supreme Court (dat geldt overigens ook voor de twee hierna te bespreken *rebuttals*). Naar het oordeel van Justice White verwerpt (de meerderheid van) de Supreme Court de versie van de *fraud-on-the-market*-theorie die erop neerkomt dat *reliance* gelijk kan worden gesteld aan (*transaction*) *causation*.⁸³ Volgens deze versie van de theorie heeft ook de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, maar die verder van geen enkele informatie (dus ook niet van de misleidende informatie) heeft kennis genomen, recht op schadevergoeding. Zoals ik de *majority opinion* van de Supreme Court in *Basic v. Levinson* echter lees, is dit nu juist precies de versie die de Supreme Court heeft omarmd. Dit leid ik onder meer af uit het feit dat de Supreme Court met instemming de uitspraken *Blackie v. Barrack* en *Peil v. Speiser* aanhaalt.⁸⁴ In deze uitspraken valt letterlijk te lezen dat ook de belegger die bij zijn aankoop ‘blind’ op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, moet worden gecompenseerd. Zo overwoog de Third Circuit in *Peil v. Speiser* als volgt:⁸⁵

Excelsior III L.P. v. Premiere Techs., Inc., 476 F.3d 1261 (11th Cir. 2007); *In re Gentiva Securities Litigation*, 932 F. Supp. 2d 352, 395-396 (E.D.N.Y. 2013); *In re HealthSouth Corp. Securities Litigation*, 261 F.R.D. 616, 647 (N.D. Ala. 2009); *In re Refco, Inc. Securities Litigation*, 503 F. Supp. 2d 611, 635 (S.D.N.Y. 2007). Afgezien van de uitspraak *Zweig v. Hearst Corp.* hebben alle genoemde uitspraken overigens betrekking op aansprakelijkheid gebaseerd op Section 11 van de Securities Act 1933.

⁸³ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 251 (1988).

⁸⁴ *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154 (3d Cir. 1986); *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975). Zie in dit verband ook *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1129 (7th Cir. 1993).

⁸⁵ *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1163 (3d Cir. 1986).

‘Defendants urge that even if we apply the fraud on the market theory (...) Peil’s testimony that he had not directly relied on the alleged misrepresentations conclusively rebutted the presumption of reliance. This argument, however, misses the point of the fraud on the market theory, *under which a plaintiff may prevail even if he was entirely unaware of the alleged misrepresentations.*

(...)

Peil’s testimony established only that he did not rely directly on defendant’s misrepresentations, *a fact that is not relevant under the fraud on the market approach.*’ (curs. ACWP)

Kortom, het betoog van Justice White dat ten aanzien van de belegger die reeds – voordat de misleiding begon – had besloten het litigieuze aandeel te kopen het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden geacht te zijn weerlegd, kan ik niet rijmen met de versie van de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door de (meerderheid van de) Supreme Court is aanvaard.

5. ‘De belegger handelt in aandelen om redenen die niets met de prijs van doen hebben’

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan volgens Justice White in de tweede plaats worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de eisende belegger aandelen aan- of verkoopt om redenen die niets met de (absolute) aandelenprijs van doen hebben.⁸⁶ Justice White werkt verder niet uit op welke belegger hij hier precies doelt. Volgens mij zou men bijvoorbeeld kunnen denken aan de belegger die zijn beleggingsbeslissingen neemt aan de hand van het gooien van pijltjes op een dartbord,⁸⁷ of aan de belegger die zijn beslissingen neemt aan de hand van (de bestudering van) de astrologie (ik geef toe dat beide voorbeelden wat gechargeerd zijn, maar voor de analyse maakt dat verder niet uit).⁸⁸ Ook zou men – wellicht iets realistischer – kunnen denken aan de belegger die een beleggingsstrategie volgt die erop neerkomt dat hij – ongeacht de hoogte van de koers en de beschikbare informatie – altijd een vast percentage (zeg 5%) van de totale waarde van zijn beleggingsportefeuille belegt in het litigieuze aandeel, of aan de belegger die zich bezighoudt met (een bepaalde vorm van) *index arbitrage*.^{89, 90} De hier genoemde beleggers hebben allen gemeen dat de (hoogte van de) aandelenprijs bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen in beginsel geen enkele rol speelt.⁹¹

⁸⁶ Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 251 (1988). Zie in dit verband ook de uitspraken Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A., 927 F. Supp. 2d 88, 103 (S.D.N.Y. 2013); Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc., 756 F. Supp. 2d 928, 933-934 (N.D. Ill. 2010).

⁸⁷ Naar analogie van het bekende voorbeeld van de geblinddoekte chimpansee die pijltjes gooit op de aandelenkoersenpagina van de *Wall Street Journal*. Dit voorbeeld is afkomstig uit B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W. W. Norton & Co., 1973 (1st edition).

⁸⁸ Laatstgenoemd voorbeeld is ontleend aan Smith 2005, t.a.p., p. 1023.

⁸⁹ *Index arbitrage* is een beleggingsstrategie waarbij de belegger probeert te profiteren van het verschil tussen enerzijds de prijs van een *future* op een bepaalde marktindex en anderzijds de koers van de gezamenlijke aandelen waaruit deze index is opgebouwd. Zodra de belegger een prijsverschil detecteert (een zogenoemde ‘spread’), kan hij hiervan profiteren door op hetzelfde moment aandelen te kopen (of te verkopen) en *futures* op de desbetreffende marktindex te verkopen (of te kopen).

⁹⁰ Zie in dit verband ook R.A. Booth, ‘The Two Faces of Materiality’, *Delaware Journal of Corporate Law* 2013, p. 560-562.

⁹¹ Aan het in de hoofdttekst genoemde rijtje beleggers zou men ook nog kunnen toevoegen de belegger wiens beleggingsactiviteiten bestaan uit de implementatie van technisch geavanceerde kortetermijnhandelsstrategieën (de zogenoemde ‘high frequency trader’). Ook voor de meeste *high frequency traders* geldt immers dat de absolute aandelenprijs bij het nemen van hun beleggingsbeslissing(en) geen enkele rol speelt. Zie in dit verband ook T.E.

Wederom kan ik deze *rebuttal* van Justice White niet rijmen met de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door (de meerderheid van) de Supreme Court is aanvaard. Ook voor de belegger die zijn beleggingsbeslissing baseert op factoren die op geen enkele wijze aan de (absolute) aandelenprijs zijn gerelateerd, geldt namelijk dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel vertrouwt – en *redelijkerwijs mag* vertrouwen – op de integriteit van de beurskoers.⁹² Dat zijn beleggingsbeslissing niet wordt beïnvloed door de aandelenprijs of door de over het desbetreffende aandeel beschikbare informatie (en dus ook niet door de misleidende informatie), doet daar volgens mij niets aan af. Daar komt bij dat ook voor de belegger die zijn beleggingsbeslissingen neemt zonder dat de aandelenprijs daarbij een rol speelt, in beginsel mag worden aangenomen dat hij niet bereid is – en ook nooit bereid zou zijn geweest – deel te nemen aan een ‘crooked crap game’.⁹³ Zo zal een ‘pijltjesgooier’, in de hypothetische situatie waarin hem zou worden verteld dat de prijs van het aandeel waarop zijn keuze (lees: het dartpijltje) is gevallen als gevolg van misleiding kunstmatig omhoog is gedreven, waarschijnlijk niet bereid zijn dit aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Vermoedelijk zal hij dan van aankoop afzien.⁹⁴

6. ‘De belegger had vlak voordat de misleiding begon een short positie ingenomen’

Volgens Justice White kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden in de derde plaats worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de belegger – voordat de misleiding begon – een *short* positie had ingenomen in het litigieuze aandeel.⁹⁵ De redenering is kennelijk dat aangezien de belegger op het moment van zijn *short sale* niet geloofde in de integriteit van de beurskoers, hij dat ook niet deed toen hij zijn *short* positie tegen een (als gevolg van de misleiding) kunstmatig hoge koers moest sluiten. Ook dit verweer berust mijns inziens op een verkeerde interpretatie van het *fraud-on-the-market*-vermoeden zoals dat door (de meerderheid van) de Supreme Court is aanvaard. Er valt veel meer over te zeggen, maar in het kader van deze bijdrage laat ik het verweer verder rusten.⁹⁶

3.4 Toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie bij misleiding op de primaire markt?

Algemeen wordt aangenomen dat de *fraud-on-the-market*-theorie niet van toepassing is (en het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet beschikbaar is) bij misleiding in het kader van een beursgang of emissie (in navolging van de Amerikaanse rechtspraak spreek ik hierna gemakshalve van ‘misleiding op de primaire markt’, al teken ik hierbij aan dat deze terminologie niet helemaal zuiver is). De primaire markt van nieuw uit te geven effecten wordt

Levens, ‘Too Fast, Too Frequent? High-Frequency Trading and Securities Class Actions’, *The University of Chicago Law Review* 2015, p. 1555.

⁹² Zie in dit verband ook Cox 2013b, t.a.p., p. 126-127 en p. 128-129.

⁹³ Vgl. Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 247 (1988). Vgl. ook Booth 2013, t.a.p., p. 562.

⁹⁴ Dit ligt anders voor eerdergenoemde belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zoals fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of diversificatie-overwegingen (zie § 3.2 *sub c* en de hierboven genoemde derde *rebuttal*). In de hypothetische situatie waarin deze belegger tussentijds met de misleiding bekend zou zijn geworden, zou hij het aandeel vermoedelijk alsnog hebben gekocht.

⁹⁵ Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 251 (1988).

⁹⁶ Zie over dit verweer ook De Jong 2010, t.a.p., p. 167 en p. 221.

– volgens vaste rechtspraak⁹⁷ – immers niet voldoende efficiënt geacht, zodat aan de belangrijkste toepassingsvoorwaarde van de theorie niet is voldaan.⁹⁸ In de zaak *Freeman v. Laventhol & Horwath* oordeelde de Sixth Circuit in dit verband als volgt:⁹⁹

‘(...) [A] primary market for newly issued [securities] is *not efficient or developed* (...) In fact, the price of newly issued securities is *set primarily by the underwriter and the offeror, not by the market* (...) We agree with those courts that have held that *a primary market for newly issued [securities] is not efficient*.

(...)

We hold that *the fraud on the market theory* (...) *does not apply to cases involving fraud on a primary market for newly issued [securities]*.’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. ACWP)

Hoewel deze strenge bewoordingen aan duidelijkheid niets te wensen overlaten, verhullen zij dat bij het oordeel om de *fraud-on-the-market*-theorie niet van toepassing te achten bij misleiding op de primaire markt ook rechtspolitieke overwegingen een rol spelen. Enig inzicht in deze rechtspolitieke overwegingen is echter wel vereist om dit oordeel goed te kunnen begrijpen en daarom zal ik twee van die overwegingen hier expliciet benoemen. Een eerste overweging is dat men bij misleiding op de primaire markt het *fraud-on-the-market*-vermoeden in beginsel niet nodig heeft om privaatrechtelijke aansprakelijkheid mogelijk te maken (althans, om deze niet illusoir te laten worden).¹⁰⁰ De belangrijkste remedies bij misleiding op de primaire markt zijn immers de wettelijke aansprakelijkheden van Section 11 en Section 12 Securities Act 1933 en voor deze remedies is in beginsel geen (bewijs van) *reliance* vereist.¹⁰¹ Omdat *reliance* in beginsel niet is vereist, heeft men dus ook het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet nodig om *reliance* (op indirecte wijze) aan te tonen.¹⁰² Het vermoeden heeft

⁹⁷ Zie onder meer de uitspraken *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42-43 (2d Cir. 2006); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 198-199 (6th Cir. 1990); *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151, 1158-1159 (6th Cir. 1994); *West v. Prudential Sec., Inc.*, 282 F.3d 935, 938 (7th Cir. 2002); *Asher v. Baxter Int'l Inc.*, 377 F.3d 727, 732 (7th Cir. 2004); *Ross v. Bank South, N.A.*, 886 F.2d 723, 729 (11th Cir. 1989); *Lipton v. Documation, Inc.*, 734 F.2d 740, 746 (11th Cir. 1984); *Berwecky v. Bear, Stearns & Co.*, 197 F.R.D. 65, 68 (S.D.N.Y. 2000).

⁹⁸ Ik wijs erop dat in de uitspraak *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 544 F. Supp. 2d 277, 296-297 (S.D.N.Y. 2008) werd geoordeeld dat in de secundaire markt die ontstaat direct na de beursgang (de zogenoemde ‘direct after market’) wel sprake kan zijn van marktefficiëntie.

⁹⁹ *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 199 (6th Cir. 1990). Deze overweging werd overgenomen door de Second Circuit in de zaak *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42 (2d Cir. 2006). Zie over deze uitspraken ook De Jong 2010, t.a.p., p. 167-168.

¹⁰⁰ Newkirk, een vurig pleitbezorger van toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie bij misleiding op de primaire markt, lijkt aan dit argument voorbij te gaan. Zie R.G. Newkirk, ‘Sufficient efficiency: fraud on the market in the initial public offering context’, *University of Chicago Law Review* 1991, p. 1408-1422.

¹⁰¹ Ik wijs erop dat wanneer de belegger de vennootschap aansprakelijk stelt op grond van Section 11 Securities Act, wel (bewijs van) *reliance* is vereist, indien hij de litigieuze aandelen heeft gekocht nadat de vennootschap een zogenoemde ‘earnings statement’ algemeen verkrijgbaar heeft gesteld die een periode beslaat van ten minste twaalf maanden gemeten vanaf de datum waarop de *registration statement* door de SEC van kracht is verklaard (zie Section 11(a), slotzin).

¹⁰² Het *fraud-on-the-market*-vermoeden zou de belegger die de vennootschap aansprakelijk stelt op grond van Section 11 Securities Act echter wel van pas kunnen komen, wanneer hij de litigieuze aandelen heeft gekocht nadat de vennootschap een *earnings statement* algemeen verkrijgbaar heeft gesteld als bedoeld in de vorige voetnoot. Ik wijs in dit verband op de uitspraak *In re WorldCom Inc. Securities Litigation*, 219 F.R.D. 267, 294-295 (S.D.N.Y. 2003), waarin werd geoordeeld dat ook de belegger die schadevergoeding vordert op grondslag van Section 11, *reliance* kan aantonen door gebruik te maken van het *fraud-on-the-market*-vermoeden.

men wel nodig bij aansprakelijkheid gebaseerd op SEC-regel 10b-5, aangezien daarvoor wel *reliance* is vereist (zie § 2). Laatstgenoemde aansprakelijkheid is bij misleiding op de primaire markt echter slechts een *secundaire* remedie.

Een tweede overweging die waarschijnlijk een rol speelt, is dat het aanvaarden van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor de *primaire* markt naar verwachting onwenselijke consequenties heeft voor de toepassing van het vermoeden op de *secundaire* markt. Bij aanvaarding van het vermoeden voor de primaire markt zal het namelijk moeilijker worden om in de doorsnee secundaire-marktcasus toepassing van het vermoeden af te wijzen. De secundaire markt van reeds genoteerde aandelen is in de regel immers efficiënter dan de primaire markt van nog te noteren aandelen, dus als voor de primaire markt eenmaal wordt aangenomen dat aan de voorwaarde van marktefficiëntie is voldaan, is er voor de secundaire markt eigenlijk geen andere conclusie denkbaar dan dat – ik zou bijna zeggen: per definitie – ook aan die voorwaarde is voldaan.¹⁰³ Van het per definitie toepassen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden bij misleiding op de secundaire markt is echter (vooralsnog)¹⁰⁴ geen sprake, aangezien de Supreme Court in achtereenvolgens zijn uitspraken Halliburton I,¹⁰⁵ Amgen¹⁰⁶ en Halliburton II¹⁰⁷ steeds onverkort aan de marktefficiëntie-eis heeft vastgehouden als afzonderlijk te toetsen voorwaarde. Ook in de lagere rechtspraak die is verschenen na Halliburton II, wordt bij de vraag of de eisende beleggers van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren nog steeds afzonderlijk getoetst aan het vereiste van marktefficiëntie.¹⁰⁸ Bij misleiding op de secundaire markt vormt het vereiste van marktefficiëntie dus nog steeds een zelfstandige en harde voorwaarde voor het met succes kunnen invoeren van het vermoeden en zo lang dat het geval is, zie ik van toepassing van het vermoeden bij misleiding op de primaire markt weinig terecht komen.

Ofschoon het strikt afwijzen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor misleiding op de primaire markt vanuit rechtspolitieke overwegingen dus wel te begrijpen valt, houdt men aan bovenstaand oordeel van de Sixth Circuit toch een beetje een onbevredigend gevoel over. Het verworpen van het vermoeden voor de primaire markt komt er namelijk in essentie op neer dat

¹⁰³ Zie over het verschil in (de mate van) marktefficiëntie tussen enerzijds de primaire markt en anderzijds de secundaire markt uitgebreid Carney 1989, t.a.p., p. 1284-1291. Zie ook R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs', *Virginia Law Review* 2014, p. 344.

¹⁰⁴ Bewust schrijf ik hier tussen haakjes 'vooralsnog'. De Halliburton II-uitspraak van de Supreme Court bevat namelijk verschillende overwegingen waaruit valt af te leiden dat aan het vereiste van marktefficiëntie relatief snel zal zijn voldaan. Afhankelijk van hoe de Halliburton II-uitspraak op dit punt in toekomstige rechtspraak zal worden geïnterpreteerd, is niet uitgesloten dat deze overwegingen er de facto toe zullen leiden dat in misleidingszaken op de secundaire markt het *fraud-on-the-market*-vermoeden eigenlijk per definitie van toepassing is.

¹⁰⁵ *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804 (2011)

¹⁰⁶ *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455 (2013).

¹⁰⁷ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258 (2014).

¹⁰⁸ Zie onder meer de uitspraken *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); *In re Petrobras Securities Litigation*, 862 F.3d 250, 276-279 (2d Cir. 2017); *Local 703, I.B. of T. Grocery and Food Employees Welfare Fund v. Regions Financial Corp.*, 762 F.3d 1248, 1254-1258 (11th Cir. 2014); *Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.*, 312 F.R.D. 511, 517-522 (D. Minn. 2015); *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 310 F.R.D. 69, 91-94 (S.D.N.Y. 2015); *McIntire v. China Mediaexpress Holdings, Inc.*, 38 F. Supp. 3d 415, 431-435 (S.D.N.Y. 2014).

wordt gezegd dat (i) op de primaire markt van nieuw uit te geven aandelen kennelijk onvoldoende mechanismen aanwezig zijn die kunnen bewerkstelligen dat publiekelijk beschikbare informatie in de uitgifteprijs wordt verwerkt (geen marktefficiëntie in *informationele* zin) en dat – mede daarom – (ii) beleggers op de primaire markt niet mogen vertrouwen op de integriteit van het prijsvormingsproces. Het eerste staat op gespannen voet met (de ratio van) het *bookbuilding*-proces.¹⁰⁹ Dit proces zorgt ervoor dat de markt zoveel mogelijk op eigen kracht op basis van alle publiekelijk beschikbare informatie (waaronder het te publiceren prospectus) de uitgifteprijs vaststelt. Hierdoor wordt ook de primaire markt gekenmerkt door een zekere mate van informationele efficiëntie.¹¹⁰ Dit geldt *a fortiori* voor de markt van nieuw uit te geven aandelen waarvan de desbetreffende vennootschap reeds aan de beurs is genoteerd (deze vennootschap doet een zogenoemde ‘Seasoned Equity Offering’). Het tweede staat op gespannen voet met een van de kerndoelstellingen van het Amerikaanse federale effectenrecht: het handhaven van de integriteit van de effectenmarkt en het tegengaan van misleiding. Het is dan ook niet voor niets dat het afwijzen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor misleiding op de primaire markt in de literatuur is bekritiseerd.¹¹¹

4. Uitleiding

De *fraud-on-the-market*-theorie is zonder enige twijfel de belangrijkste doctrine voor civielrechtelijke aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht. Nadat de Supreme Court de theorie in 1988 in de zaak *Basic v. Levinson* heeft aanvaard, heeft zij de civielrechtelijke handhaving van het federale effectenrecht een enorme impuls gegeven. Het is ook dankzij de *fraud-on-the-market*-theorie dat deze handhaving kan plaatsvinden door middel van *securities fraud class actions*. Hoewel de theorie intuïtief goed te begrijpen is, gaat er juridisch gezien een aantal complicaties achter schuil die door het intuïtieve begrip gemakkelijk worden verhuld. Twee van die complicaties heb ik in het voorgaande besproken. Ook besprak ik zes verweren waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden van *reliance* kan (proberen te) weerleggen. De eerste drie verweren zijn afkomstig uit de *majority opinion* in de *Basic*-uitspraak geconcipieerd door Justice Blackmun, de andere drie verweren komen uit de *dissenting opinion* geschreven door Justice White. Zoals uitgelegd in § 3.3, berusten de laatstgenoemde drie verweren mijns inziens op een verkeerde interpretatie van de *fraud-on-*

¹⁰⁹ Zie in dit verband ook E.A. Isaacson, ‘The Roberts Court and Securities Class Actions: Reaffirming Basic Principles’, *Akron Law Review* 2015, p. 971-972. Zie over de *bookbuilding*-methode in de Nederlandse literatuur A.E. van der Pauw & T.M. Stevens, ‘Bookbuilding op de Nederlandse markt’, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 73-78; S.N. Dempster & M.T.G. Schoonewille, ‘Naar de beurs anno 2010’, *Onderneming en Financiering* 2010, afl. 3, p. 36-37. En zie hierover in de financieel-economische literatuur onder meer L.M. Benveniste & P.A. Spindt, ‘How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues’, *Journal of Financial Economics* 1989.

¹¹⁰ Dat ook de primaire markt wordt gekenmerkt door een zekere mate van informationele efficiëntie, waardoor ook het verspreiden van misleidende informatie in het kader van een beursgang of emissie zijn weerslag kan hebben op de uitgifteprijs en/of de koers die tot stand komt in de *direct after market*, wordt door Franx mijns inziens onvoldoende onderkend, zie J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2017, p. 237-243.

¹¹¹ Zie onder meer Newkirk 1991, t.a.p.; M.J. Kaufman & J.M. Wunderlich, ‘Fraud Created the Market’, *Alabama Law Review* 2013, p. 284-286; Isaacson 2015, t.a.p., p. 971-972. Ook J.D. Cox, ‘Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen’, *Vanderbilt Law Review* 2013, p. 1727-1731 en A.M. Lipton, ‘Searching for Market Efficiency’, *Arizona Law Review* 2015, 80-82 verzetten zich – zij het minder expliciet – tegen het per definitie afwijzen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor misleiding op de primaire markt.

the-market-theorie zoals die door de (meerderheid van de) Supreme Court is aanvaard. Verder heb ik uitgelegd dat de theorie niet van toepassing is bij misleiding op de primaire markt. Vanuit rechtsvergelijkend perspectief valt er over de *fraud-on-the-market*-theorie en het bijbehorende vermoeden ook nog het nodige te zeggen en dan met name over de al of niet wenselijkheid van het erkennen van de theorie voor het Nederlandse recht, maar daarvoor mag ik graag verwijzen naar de binnenkort te verschijnen handelseditie van mijn proefschrift.